

如何理解盈利高增下的持续性？

专题策略

分析师：陈龙

执业证书编号：S0740519040002

Email: chenlong@r.qlzq.com.cn

分析师：卫辛

执业证书编号：S0740520080006

Email: weixin@r.qlzq.com.cn

相关报告

《检验一季度盈利改善的含金量》

《观察盈利改善的几个窗口》

《盈利小幅改善下的隐忧》

《冲击已定，未来盈利与现金流何去何从？》

《预期与现实：百年疫情下全球上市公司的赛跑》

《全球曲折复苏下：由“表”及“里”筛选可能的赢家》

无论我们采用何种口径还是计算方法，一季报A股收入、盈利双双回暖，即使剔除基数效应以及投资性资产以及投资性收益的影响，A股一季报的改善也是较明显的，受此支撑A股ROE（TTM）明显抬升。从背后因素看，我们发现资产周转率与销售净利率的回升成为支撑A股盈利改善的重要因素，杠杆率维持窄幅波动对ROE的贡献偏弱。

从目前支撑企业盈利改善的各项因素来看，虽然下半年在“价格因素”弱化以及补库逐步进入中后期的背景下，上半年支撑企业的盈利因素面临弱化。但是在全球经济持续修复，出口韧性仍存以及非金融企业资产负债表相对健康的情况下，企业盈利仍然具有较好的安全垫。

从未来企业盈利可能面临的潜在风险来看，随着国内财政、货币政策的常态化，信用收缩的环境下企业盈利与产能扩张增速都可能面临着回落的压力。尽管如此，通过回顾历史上不同时间紧信用背景下A股的业绩变化，我们发现信用收缩对企业盈利的负面影响并不会过快的显现。此外，在目前二季度经济环比改善动能向上以及政策端不急转弯的支撑下，我们认为2021年A股的盈利韧性仍存。

从企业盈利改善的持续性来看，在综合考虑上述潜在影响后，我们建议可以关注以下四个方向：

- **竞争格局持续改善的行业：**我们用行业前30%以及行业后30%历史分位的ROE（TTM）中位数之差来衡量行业格局的变化，数据显示，近年来龙头与底层盈利差额持续扩大的行业主要集中在食品饮料、医药（生物医药）、电子（消费电子、元器件、光学光电）、轻工制造（造纸、家居）等行业。
- **资产负债表修复突出的行业：**我们用行业有息负债率下降超过5%的比重减去行业有息负债率上升5%的比例的差额来衡量行业资产负债表的修复情况，数据显示，资产负债表修复明显的行业主要集中在中游制造领域，包括造纸、包装印刷、电源设备、通用设备、航空航天等。
- **现金流质量持续好转的行业：**我们用行业经营活动现金流占收入的比重以及现金流净额占收入的比重两种口径来估算现金流质量的变化，数据显示目前这种改善主要集中在食品饮料类的酒，高端制造中的工程机械、消费电子、兵器兵装；资源类的贵金属、石油化工等。
- **历史上不同货币周期与紧信用周期叠加下盈利表现稳健的行业：**根据我们的测算，即使下半年出现了较为悲观的“紧货币+紧信用”的环境，电力及公用事业、石油石化、国防军工在历史的表现中ROE（TTM）也并没有较货币宽松周期出现明显下滑，展示出较好的业绩韧性。

风险提示：经济增速不及预期风险。宏观经济大幅低于预期导致人民币汇率

VISIT...

LANZAROTE
Caliente.COM

政策收紧降低市场风险偏好。

内容目录

内容目录.....	- 3 -
图表目录.....	- 4 -
如何理解盈利高增下的持续性?	- 6 -
一、抽丝剥茧看上市公司盈利改善的含金量?	- 6 -
1.1 A 股盈利改善的含金量如何?	- 6 -
1.2 哪些因素支撑 A 股业绩的改善?	- 7 -
1.2 哪些因素支撑 A 股业绩的改善?	- 7 -
1.21 资产周转率	- 8 -
1.22 销售净利率	- 8 -
1.23 资产负债率	- 9 -
二、退潮期, 如何看盈利改善的持续性?	- 9 -
2.1 复苏途中, 谁的盈利在持续改善?	- 9 -
2.2 盈利持续回暖依赖哪些条件?	- 12 -
2.3 年度层面看盈利持续改善面临哪些风险?	- 15 -
2.31 目前支撑企业的盈利改善的因素面临哪些风险?	- 15 -
2.32 未来盈利变化又存在哪些潜在风险?	- 17 -
三、哪些行业盈利有望持续改善?	- 20 -
3.1 竞争格局持续改善的行业	- 20 -
3.2 资产负债表修复突出的行业	- 20 -
3.3 现金流质量持续改善的行业	- 21 -
3.4 下一个潜在环境下盈利有望维持韧性的行业	- 21 -
.....	- 23 -

图表目录

图表 1: 不同口径下 A 股收入增速	- 6 -
图表 2: 不同口径下 A 股利润增速	- 6 -
图表 3: 剔除基数效应后 A 股利润变化	- 7 -
图表 4: 全部 A 股 ROE (TTM)	- 7 -
图表 5: 历年一季报经营性资产净收益	- 7 -
图表 6: 非金融公司经营性净收益增速	- 7 -
图表 7: 非金融上市公司资产周转率	- 8 -
图表 8: 非金融上市公司资产增速	- 8 -
图表 9: 非金融上市公司各项费用率变化	- 8 -
图表 10: 非金融上市公司资产负债率	- 9 -
图表 11: 非金融上市公司负债结构	- 9 -
图表 12: 上市公司不同行业盈利变化 (%)	- 10 -
图表 13: 上市公司不同行业盈利变化 (%)	- 11 -
图表 14: A 股上市公司不同行业 ROE 变化 (%)	- 12 -
图表 15: 大宗商品价格上行与通胀关系密切 (%)	- 13 -
图表 16: PPI 与上市公司业绩关系密切 (%)	- 13 -
图表 17: 主要出口板块上市公司收入增速	- 13 -
图表 18: 主要出口板块上市公司 Capex 同比 (%)	- 13 -
图表 19: 非金融类上市公司资产负债表结构变化 (占总资产的比重)	- 14 -
图表 20: 海外上市公司资产负债表结构变化 (占总资产的比重)	- 14 -
图表 21: PPI 与大宗商品价格走势关系密切 (%)	- 15 -
图表 22: 2021 年 CPI 与 PPI 预测 (%)	- 15 -
图表 23: 中国不同行业的库存数据增速 (%)	- 16 -
图表 24: 2021 年出口增速预测 (万亿美元)	- 17 -
图表 25: 韩国进出口同比	- 17 -
图表 26: 历史来看社融领先 A 股利润增速	- 18 -
图表 27: 历史来看社融领先 A 股产能扩张增速	- 18 -
图表 28: 历史上紧信用周期不同行业业绩变化 (%)	- 18 -
图表 29: 历史来看社融与企业筹资现金流变化	- 19 -
图表 30: 历史来看社融领先 A 股产能扩张增速	- 19 -
图表 31: 历史上紧信用周期不同行业现金流变化 (%)	- 19 -
图表 32: 竞争格局持续改善的子行业一览 (%)	- 20 -

图表 33: 资产负债表的修复突出的子行业一览 (%)	- 21 -
图表 34: 现金流质量持续改善的子行业一览 (%)	- 21 -
图表 35: 不同货币信用环境下行业盈利表现 (%)	- 22 -

如何理解盈利高增下的持续性？

一、抽丝剥茧看上市公司盈利改善的含金量？

无论我们采用何种口径还是计算方法，一季报 A 股收入、盈利双双回暖，即使去掉上市公司基数效应带来的影响以及投资性资产以及投资性收益的作用，A 股一季报的改善也是较明显的，受此支撑 A 股 ROE(TTM) 明显抬升。

1.1 A 股盈利改善的含金量如何？

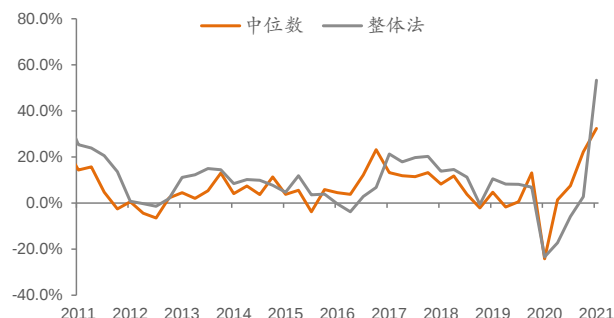
一季报收入、盈利增速双双持续上升。(1) 中位数口径下，季调环比折年后全 A/非金融 2021 年一季报的营业收入增速从年报的 13.9%/16.2% 回升至 31.7%/36.4%，利润同比从年报的 22.3%/22.8% 回升至 32.4%/32.6%；(2) 整体法口径下，全 A/非金融 2021 年一季报的营业收入增速从年报的 3.6%/2.9% 回升至 31.4%/39.6%，利润同比从年报的 2.7%/4.6% 回升至 53.4%/169.2%；

图表 1：不同口径下 A 股收入增速



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 2：不同口径下 A 股利润增速

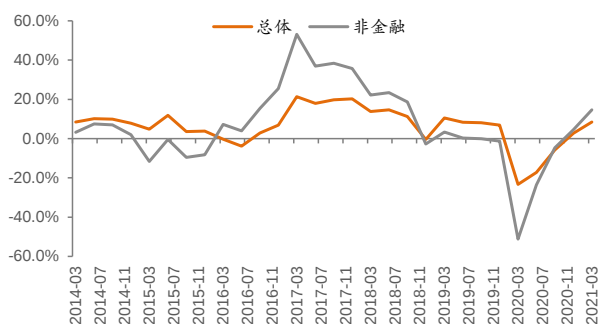


来源：Wind，中泰证券研究所

考虑到去年低基数可能造成的数据“虚高”，我们进一步估算了剔除基数效应扰动后的变化。我们用两种方式对潜在的基数效应影响进行估算，方法一是用 2017 年~2019 年同期均值调整计算，来对 2020 年的数据进行修正；方法二是用两年平均增速，来进行两年前后对比。数据显示，使用历史同期均值调整后，一季度收入全 A/非金融同比分别回升至 34.7%/37.4%；一季度利润全 A/非金融同比分别回升至 29.8%/41.9%；用两年平均增速调整后，一季度收入全 A/非金融同比分别回升至 10%/11.3%，一季度利润全 A/非金融同比分别回升至 8.5%/14.7%；

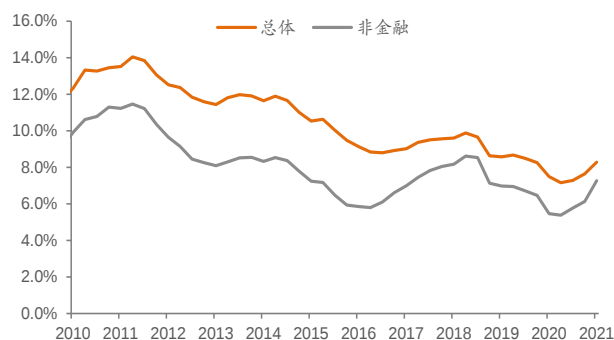
受此支撑，一季报 A 股 ROE 也呈现明显改善。(1) 中位数口径下：全部 A 股的 ROE(TTM) 从年报的 6.9% 回升至 7.7%，环比增加 0.8 个百分点。(2) 整体法口径下：全部 A 股的 ROE(TTM) 从中报 7.6% 上升至 8.3%，环比上升 0.7%。

图表 3：剔除基数效应后 A 股利润变化



来源：Wind，中泰证券研究所

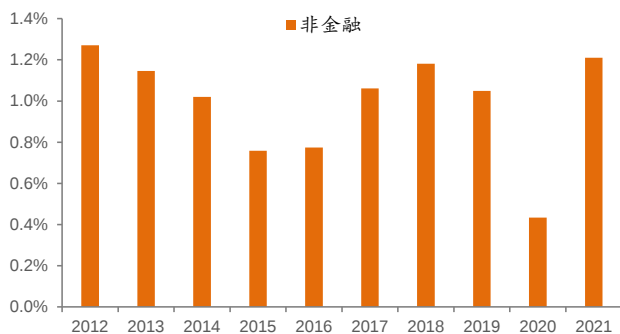
图表 4：全部 A 股 ROE (TTM)



来源：Wind，中泰证券研究所

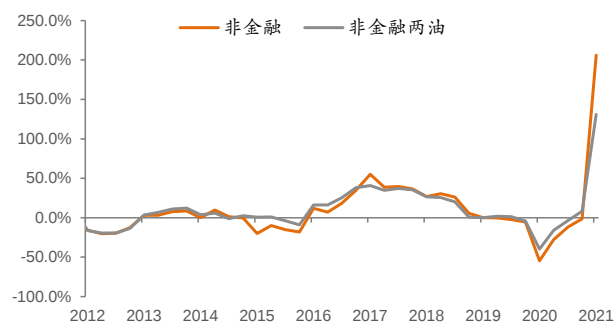
尽管如此，为了更清晰的看到上市公司经营能力的改变，我们进一步剔除投资性资产以及投资性收益的影响，数据显示一季报非金融公司的经营性资产的经营性净收益为 1.2%，好于历史均值与去年同期水平。从经营性净收益的增速看，2020 年一季报非金融上市公司同比从年报的-1.5%回升至 206%，以 2017~2019 年一季度均值调整计算 2021 年一季度同比也回升至 48.8%，这表明了即使剔除了基数效应与投资收益的扰动一季度上市公司的盈利改善也是十分明显的。

图表 5：历年一季报经营性资产净收益



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 6：非金融公司经营性净收益增速



来源：Wind，中泰证券研究所

1.2 哪些因素支撑 A 股业绩的改善？

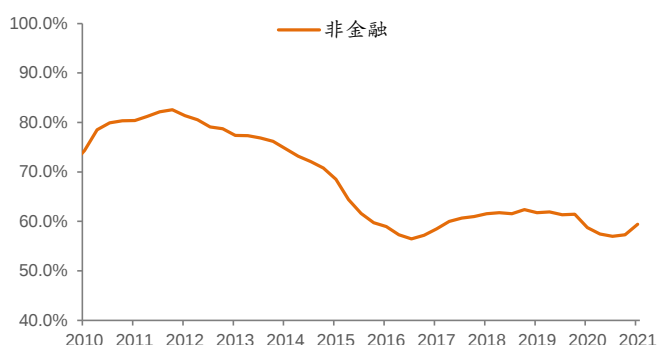
1.2 哪些因素支撑 A 股业绩的改善？

通过整理，我们发现资产周转率与销售净利率的回升成为支撑 A 股盈利改善的重要因素，杠杆率维持窄幅波动对 ROE 的贡献偏弱。进一步拆分后，数据显示这种改善主要集中经济复苏下企业收入增速的明显回暖。往前看，二季度在价格因素的支撑下资产周转率与销售净利率的贡献可能仍偏正面，但是财务杠杆在信用收紧的压力下可能影响偏负面。

1.21 资产周转率

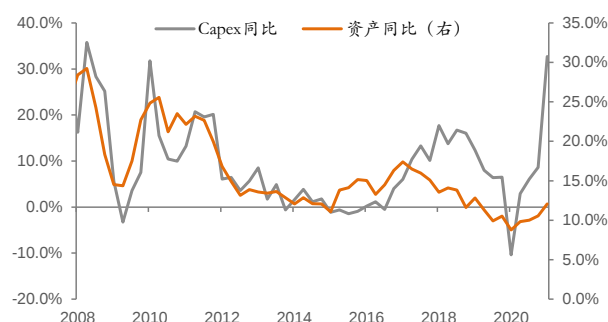
2020 年以来非金融上市公司的资产周转率下滑至 60% 以下，打破了 2016 年以来稳定在 61% 左右的局面。从一季报的数据来看，尽管资产周转率已经连续两个季度改善，然而到一季度结束时仅上升至 59.4%，仍未恢复至 2019 年底疫情前的正常水平。进一步从分子端来看，随着下半年 PPI 回落的压力上升，前期支撑收入大幅改善的因素可能会有所放缓。而从分母端来看，虽然资产增速在去年产能扩张的环境下连续 4 个季度改善，但是往前看下半年紧信用的环境下，投资增速也可能会有所走弱。因此，二季度资产周转率可能会受益于 PPI 改善而持续好转，但是全年来看，对企业 ROE 的支撑作用可能呈现前高后低的现象。

图表 7：非金融上市公司资产周转率



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 8：非金融上市公司资产增速



来源：Wind，中泰证券研究所

1.22 销售净利率

收入的明显好转成为支撑 A 股非金融上市公司销售净利率回暖的核心原因。我们将销售净利率进一步拆分成毛利率、管理费用率、财务费用率、销售费用率、税率等指标。从一季报的数据来看，支撑销售净利润率改善的科目除了期间费用（财务费用率、管理费用、销售费用率）、税收（税金及附加），更为值得关注的是收入的回升超过成本端的变化，进而带来了毛利率的明显改善。

图表 9：非金融上市公司各项费用率变化

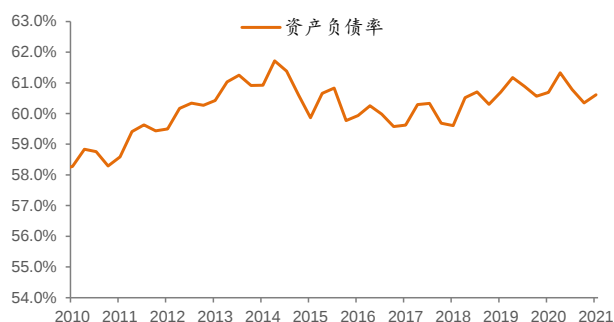
	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	较年报改善幅度
分母：营业收入							
营业成本	80.5%	80.9%	81.1%	81.0%	81.4%	81.3%	-0.15%
毛利率	19.5%	19.1%	18.9%	19.0%	18.6%	18.7%	0.15%
营业税金及附加	2.30%	2.28%	2.23%	2.17%	2.10%	2.02%	-0.07%
财务费用	1.43%	1.48%	1.46%	1.43%	1.39%	1.27%	-0.12%
销售费用	4.28%	4.26%	4.15%	4.06%	3.67%	3.53%	-0.14%
管理费用	3.55%	3.63%	3.62%	3.57%	3.55%	3.42%	-0.13%
资产减值损失	-1.10%	-1.24%	-1.20%	-1.17%	-1.14%	-1.01%	0.13%
所得税	1.5%	1.4%	1.3%	1.4%	1.4%	1.5%	0.08%
销售净利率	4.1%	3.6%	3.6%	3.9%	4.2%	4.8%	0.57%

来源：Wind，中泰证券研究所

1.23 资产负债率

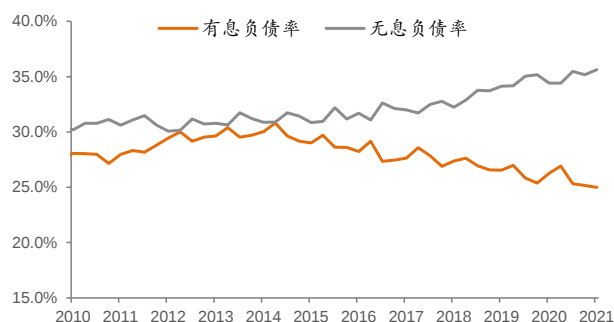
“三角债”持续扩张，拉动企业杠杆率小幅回升。一季度企业的资产负债率从年报的 60.3% 上升 60.6%，按负债类型拆分后，我们发现一季度有息负债率从年报的 25.2% 下滑至 25.0%，回落了 0.2 个百分点。相反，代表企业间“三角债”的无息负债率仍在扩张，成为支撑企业杠杆稳定的重要因素。

图表 10：非金融上市公司资产负债率



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 11：非金融上市公司负债结构



来源：Wind，中泰证券研究所

二、退潮期，如何看盈利改善的持续性？

2.1 复苏途中，谁的盈利在持续改善？

本轮全球经济修复途中，中国与海外上市公司的盈利回暖呈现许多相似的特征。

- 从利润修复的程度来看，本轮疫情下日常消费与医疗保健的业绩受到的冲击最小。中美两国在日常消费中的家庭与个人用品、食品饮料；医疗保健中的医疗设备与服务以及科技领域的半导体行业均表现亮眼；相反，各国在运输、商业与专业服务、零售、媒体等行业整体表现依旧低迷，背后在折射出疫情对全球服务业消费抑制的同时居民实际消费能力下滑的问题也不容忽视。

图表 12：上市公司不同行业盈利变化（%）

	中国ROE (TTM)					德国ROE (TTM)			美国ROE (TTM)		
	2019年	2020年	2021Q1	2020年-2019年	2021Q1-2019年	2019年	2020年	2020年-2019年	2019年	2020年	2020年-2019年
能源：	6.7%	4.5%	6.0%	-2.2%	-0.7%	8.5%	-14.0%	-22.5%	6.2%	-14.0%	-20.2%
材料：	7.8%	7.3%	8.6%	-0.5%	0.8%	9.5%	6.2%	-3.3%	12.9%	9.9%	-3.1%
工业：											
商业和专业服务	10.3%	8.1%	8.3%	-2.3%	-2.1%	11.4%	-12.6%	-24.0%	23.6%	22.7%	-0.9%
运输	7.6%	5.7%	6.9%	-1.9%	-0.7%	4.2%	1.9%	-2.3%	24.7%	19.5%	-5.3%
资本货物	7.1%	6.9%	7.4%	-0.2%	0.3%	8.9%	2.1%	-6.8%	24.4%	19.6%	-4.8%
日常消费：											
家庭与个人用品	8.9%	12.9%	13.3%	4.0%	4.4%	11.9%	1.1%	-10.8%	40.7%	65.7%	25.0%
食品、饮料与烟草	9.0%	9.4%	9.8%	0.4%	0.8%	6.8%	5.1%	-1.7%	16.5%	16.8%	0.3%
食品零售	7.5%	9.4%	7.7%	1.9%	0.1%	11.4%	3.5%	-7.9%	19.6%	17.6%	-2.0%
可选消费：											
零售业	6.5%	3.9%	5.4%	-2.6%	-1.1%	9.0%	7.1%	-1.9%	26.6%	22.8%	-3.8%
媒体	5.4%	3.4%	3.2%	-2.0%	-2.2%	5.8%	3.9%	-2.0%	15.9%	11.6%	-4.3%
耐用消费品与服装	7.5%	6.1%	7.6%	-1.4%	0.1%	5.7%	4.3%	-1.4%	17.4%	13.7%	-3.7%
汽车与汽车零部件	6.5%	6.9%	7.6%	0.4%	1.1%	13.3%	6.0%	-7.3%	15.9%	7.8%	-8.1%
消费者服务	5.3%	-2.0%	-1.4%	-7.2%	-6.7%	8.6%	9.4%	0.8%	14.3%	-49.8%	-64.1%
医疗保健：											
医疗设备与服务	9.9%	10.1%	10.7%	0.2%	0.9%	8.7%	7.4%	-1.3%	15.4%	16.6%	1.3%
制药、生物科技	8.3%	8.3%	8.7%	0.0%	0.4%	11.3%	8.9%	-2.4%	21.5%	19.0%	-2.5%
信息技术：											
半导体	7.4%	6.2%	7.8%	-1.1%	0.4%	10.8%	8.7%	-2.1%	21.8%	25.8%	4.0%
技术硬件与设备	8.3%	7.2%	7.8%	-1.0%	-0.4%	6.7%	6.0%	-0.7%	22.5%	14.7%	-7.8%
软件与服务	7.2%	5.8%	6.5%	-1.4%	-0.7%	10.6%	4.2%	-6.4%	21.8%	21.0%	-0.8%
房地产：	7.5%	6.0%	6.3%	-1.6%	-1.3%	3.8%	5.9%	2.1%	8.1%	6.1%	-2.0%
公用事业：	6.1%	6.3%	7.0%	0.2%	0.9%	9.5%	-1.9%	-11.4%	10.1%	9.8%	-0.4%
电信服务：	6.1%	9.4%	6.9%	3.3%	0.8%	12.3%	9.2%	-3.2%	9.8%	0.7%	-9.1%

来源：Wind, Bloomberg, 美国以标普 500 为样本，中泰证券研究所

- 2) 从利润修复的结构来看，国内外龙头公司加速改善。无论是国内还是海外，无论是能源、材料还是科技、消费龙头公司的修复程度都是明显好于行业平均水平的，这也意味着本次疫情在加速行业分化的同时也为龙头公司的快速成长与整合提供了一次超预期的自然实验。

图表 13: 上市公司不同行业盈利变化 (%)

	中国 (2021Q1)			中国 (2020年)			德国 (2020年)			美国 (2020年)		
	平均ROE	TOP30%公司 ROE	龙头公司超额盈利	平均ROE	TOP30%公司 ROE	龙头公司超额盈利	平均ROE	TOP30%公司 ROE	龙头公司超额盈利	平均ROE	TOP30%公司 ROE	龙头公司超额盈利
医疗保健设备与服务	10.7%	20.4%	9.7%	10.1%	17.7%	7.7%	7.4%	8.0%	0.6%	16.6%	17.4%	0.8%
食品、饮料与烟草	9.8%	17.0%	7.2%	9.4%	16.6%	7.2%	5.1%	8.0%	2.9%	16.8%	15.6%	-1.2%
耐用消费品与服装	7.6%	14.7%	7.1%	6.1%	13.6%	7.6%	4.3%	8.9%	4.6%	13.7%	14.3%	0.6%
食品与主要用品零售	7.7%	14.2%	6.5%	9.4%	14.1%	4.6%	3.5%	8.9%	5.4%	17.6%	23.3%	5.6%
媒体	3.2%	8.6%	5.4%	3.4%	7.2%	3.8%	3.9%	7.5%	3.7%	11.6%	14.6%	3.0%
技术硬件与设备	7.8%	12.8%	5.0%	7.2%	11.6%	4.4%	6.0%	7.9%	1.9%	14.7%	14.6%	-0.1%
保险	11.2%	15.9%	4.8%	11.2%	15.0%	3.8%	5.4%	6.6%	1.3%	8.4%	14.8%	6.3%
房地产	6.3%	10.7%	4.5%	6.0%	9.9%	4.0%	5.9%	8.1%	2.2%	6.1%	14.4%	8.3%
能源	6.0%	9.9%	3.9%	4.5%	7.8%	3.3%	-14.0%	8.0%	22.0%	-14.0%	15.2%	29.2%
制药、生物科技	8.7%	12.6%	3.9%	8.3%	12.5%	4.2%	8.9%	9.0%	0.1%	19.0%	21.9%	2.9%
半导体	7.8%	11.5%	3.7%	6.2%	9.1%	2.9%	8.7%	8.7%	0.0%	25.8%	19.0%	-6.8%
软件与服务	6.5%	9.8%	3.3%	5.8%	9.0%	3.2%	4.2%	6.9%	2.7%	21.0%	20.2%	-0.8%
材料	8.6%	11.9%	3.3%	7.3%	9.6%	2.4%	6.2%	8.5%	2.4%	9.9%	15.2%	5.4%
资本货物	7.4%	10.5%	3.1%	6.9%	9.5%	2.6%	2.1%	8.9%	6.8%	19.6%	16.8%	-2.8%
商业和专业服务	8.3%	10.7%	2.4%	8.1%	9.3%	1.2%	-12.6%	8.5%	21.1%	22.7%	14.7%	-8.1%
公用事业	7.0%	9.2%	2.3%	6.3%	7.8%	1.5%	-1.9%	8.0%	10.0%	9.8%	16.0%	6.3%
汽车与汽车零部件	7.6%	9.8%	2.2%	6.9%	8.2%	1.3%	6.0%	9.8%	3.8%	7.8%	23.4%	15.6%
运输	6.9%	8.9%	2.0%	5.7%	6.9%	1.2%	1.9%	8.9%	7.0%	19.5%	16.0%	-3.4%
多元金融	7.0%	8.6%	1.6%	7.1%	8.8%	1.6%	0.0%	7.1%	7.1%	10.7%	20.3%	9.6%
零售业	5.4%	6.2%	0.9%	3.9%	4.4%	0.5%	7.1%	8.7%	1.6%	22.8%	15.8%	-7.0%
消费者服务	-1.4%	-0.7%	0.7%	-2.0%	3.5%	5.5%	9.4%	8.9%	-0.6%	-49.8%	15.2%	65.0%
银行	9.2%	9.4%	0.2%	9.4%	9.6%	0.1%	7.5%	7.9%	0.4%	6.4%	19.6%	13.1%

来源: Wind, Bloomberg, 美国以标普 500 为样本, 中泰证券研究所

- 从利润修复的持续性来看, A 股高端制造的业绩加速回暖。考虑到 A 股上市公司一季报的披露较为完整, 为了更好的理解不同行业最新盈利修复的节奏, 我们筛选了连续三个季度加速改善的二级行业, 数据显示, 这类行业主要集中在上游资源中的煤化工、农用化工、工业金属; 中游制造业的造纸、塑料及制品、工程机械、电气设备、橡胶制品等以及去年疫情下景气持续向上的光学光电与消费电子领域。

图表 14: A 股上市公司不同行业 ROE 变化 (%)

	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	一季度环比变化
上游资源:							
煤炭化工	5.9%	3.8%	2.9%	3.7%	5.2%	8.9%	3.7%
农用化工	-17.6%	-16.7%	-16.4%	-14.0%	4.2%	6.6%	2.4%
稀有金属	-1.9%	-2.6%	-2.8%	-1.9%	4.9%	6.9%	2.0%
工业金属	2.5%	1.8%	1.4%	1.5%	4.4%	5.9%	1.4%
贵金属	5.7%	5.8%	6.7%	7.5%	7.8%	8.1%	0.4%
中游制造:							
造纸	7.6%	7.7%	7.4%	7.6%	7.7%	10.2%	2.5%
塑料及制品	0.9%	0.2%	2.9%	4.0%	6.1%	8.2%	2.1%
工程机械	11.7%	10.4%	12.5%	13.5%	15.5%	17.3%	1.7%
电气设备	4.6%	4.0%	4.7%	5.3%	7.0%	8.3%	1.3%
通用设备	0.8%	0.5%	2.4%	4.0%	6.2%	7.3%	1.1%
电源设备	4.6%	4.6%	5.3%	6.2%	6.3%	7.1%	0.8%
运输设备	6.1%	4.9%	4.8%	4.9%	6.1%	6.8%	0.7%
航空航天	4.5%	4.5%	4.3%	4.5%	4.8%	5.4%	0.6%
橡胶及制品	6.7%	6.2%	6.3%	7.1%	8.3%	8.9%	0.6%
兵器兵装	4.4%	4.2%	4.7%	4.8%	5.0%	5.4%	0.4%
科技制造:							
光学光电	4.1%	3.4%	3.0%	3.8%	4.7%	6.4%	1.7%
消费电子	5.5%	5.5%	7.0%	8.1%	9.8%	10.7%	1.0%
其他:							
普钢	6.4%	5.7%	4.9%	5.4%	6.0%	7.9%	1.9%
黑色家电	3.6%	2.6%	3.6%	4.8%	5.6%	7.2%	1.6%
白色家电	18.9%	16.0%	14.5%	14.6%	17.5%	18.9%	1.4%
汽车零部件	4.9%	3.7%	3.5%	4.1%	5.0%	6.3%	1.4%
品牌服饰	7.1%	5.2%	5.5%	5.8%	6.1%	7.3%	1.2%
环保及公用事业	4.7%	4.3%	4.2%	4.5%	4.8%	5.6%	0.7%
发电及电网	5.9%	5.4%	6.0%	6.5%	6.5%	6.8%	0.3%
电信运营	-1.0%	-1.1%	-0.8%	-0.3%	1.7%	1.7%	0.1%

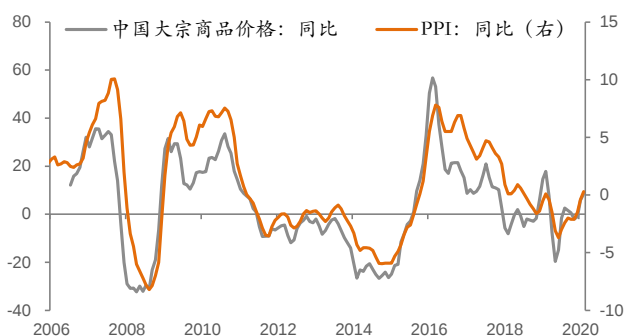
来源: Wind, 中泰证券研究所

2.2 盈利持续回暖依赖哪些条件?

短期看,我们认为目前企业盈利增速持续的改善主要依赖于以下两类因素。一是, PPI 呈现明显的上升趋势,总体上对企业盈利构成利好;二是,去年下半年以来补库的需求叠加出口反弹对企业实际投资需求的支撑。

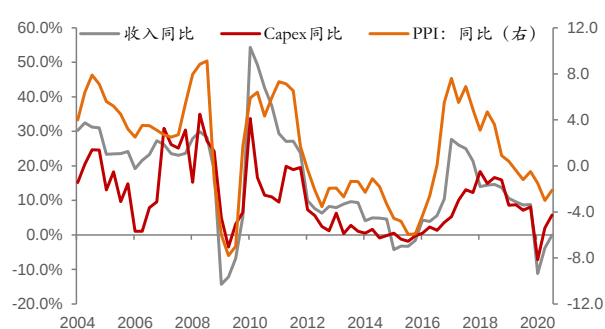
- 历史来看,企业盈利随通胀上升而回暖,在通胀大幅走高后迎来拐点,收入高点与 PPI 高点基本同步。通胀上行初期,企业收入改善,资本开支的意愿上升,更多的资本开支在扩大产能的同时也强化了经济增长的引擎,盈利大幅改善。在经济由复苏逐步走向过热,通胀持续位于高位 (CPI/PPI 多月持续在 4%以上),产能充分利用的情况下,成本对利润的挤占风险随之上升,盈利随之迎来拐点。

图表 15：大宗商品价格上行与通胀关系密切 (%)



来源：Wind，中泰证券研究所

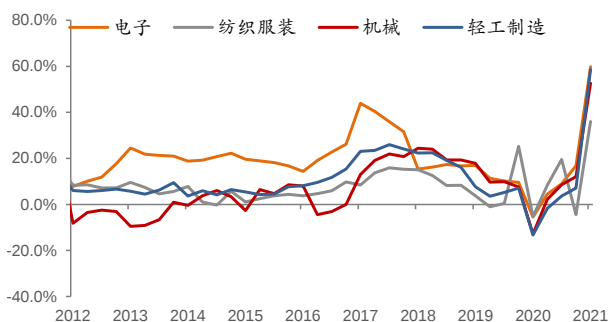
图表 16：PPI 与上市公司业绩关系密切 (%)



来源：Wind，中泰证券研究所

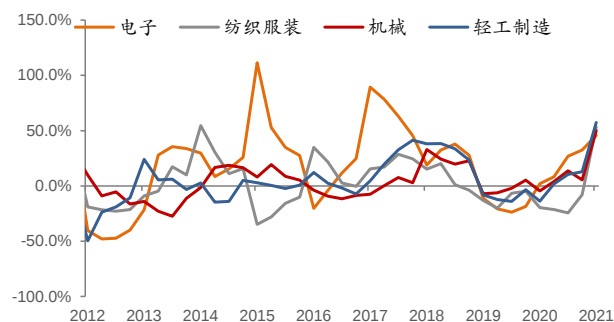
- 2020 年在全球生产供需错位的环境下，中国出口一枝独秀的同时也拉动与出口相关板块业绩的大幅回升。去年下半年以来海外疫情的反复为率先实现复工复产的中国企业盈利修复提供了重要窗口，从上市公司的财报数据可以看到，电子、机械、纺织服装、轻工制造等与出口密切相关行业的盈利与产能扩张都得到了明显的改善。

图表 17：主要出口板块上市公司收入增速



来源：wind，中泰证券研究所

图表 18：主要出口板块上市公司 Capex 同比 (%)



来源：Wind，中泰证券研究所

长期看，企业资产负债表相对健康与小幅修复也为盈利的持续回暖提供了较为广阔的安全垫。

- 虽然去年疫情一度对上市公司的盈利造成了较大的冲击，但是拉长时间看这并没有改变上市公司资产负债表修复的节奏。1) 资产端来看，与疫情前相比，一季度货币流动资产中的资金维持平稳，应收账款、存货回落，非流动资产中的固定资产、在建工程、商誉的占比也下滑至近五年来历史较低的水平。2) 负债端来看，企业有息负债率减少，短期借款、应付债券减少，长期借款回升，表明企业可能通过偿还债务或者是调整负债结构来缓解了利息偿付的压力。

图表 19：非金融类上市公司资产负债表结构变化（占总资产的比重）

	2014-12-31	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31	2021-03-31	2021Q1减 2019年
货币资金	12.3%	13.2%	14.0%	14.1%	13.5%	12.8%	13.8%	12.8%	0.0%
应收账款	8.1%	8.0%	8.1%	8.2%	8.1%	7.8%	7.3%	7.5%	-0.3%
应收票据	2.7%	2.3%	2.4%	2.8%	2.1%	1.3%	1.3%	1.2%	0.0%
预付账款	2.4%	2.2%	2.3%	2.1%	2.0%	2.0%	1.8%	2.1%	0.2%
存货	18.7%	18.6%	18.2%	18.8%	18.7%	19.1%	18.4%	18.9%	-0.2%
固定资产	26.7%	25.6%	24.3%	22.7%	21.8%	20.6%	19.7%	18.8%	-1.8%
在建工程	7.2%	6.5%	5.2%	4.6%	4.6%	4.4%	4.1%	4.1%	-0.3%
商誉	1.2%	2.0%	2.7%	2.9%	2.5%	2.2%	1.9%	1.8%	-0.4%
短期借款	10.1%	9.1%	8.4%	8.8%	8.3%	7.5%	6.8%	7.0%	-0.5%
应付职工薪酬	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.6%	-0.2%
应交税费	1.1%	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%	1.3%	1.3%	1.1%	-0.2%
长期借款	12.3%	12.3%	11.7%	11.7%	11.5%	11.0%	11.7%	12.2%	1.2%
应付债券	5.7%	6.0%	6.6%	5.5%	5.1%	4.8%	4.4%	4.4%	-0.4%
有息负债	29.2%	28.6%	27.5%	26.9%	26.6%	25.4%	25.2%	25.0%	-0.4%
负债合计	60.6%	59.8%	59.6%	59.7%	60.3%	60.6%	60.3%	60.6%	0.0%

来源：Wind，中泰证券研究所

- 事实上，目前海外上市公司的资产负债表整体也相对健康。从资产端来看，2020 年以标普 500 为代表的美国上市公司以及德国上市公司普遍出现了应收账款与固定资产下降，表明疫情冲击下，企业可能被动采取了去产能的方式来缓解日常经营的存续压力，同时现金持有的上升也有利于公司偿债压力的稳定；从负债端来看，虽然有息负债率小幅上升，但是整体依然处于一个相对健康的水平。尤其是从结构上看，长期有息负债率的上升来代替短期有息负债率的下滑，一定程度也缓解短期偿债压力。

图表 20：海外上市公司资产负债表结构变化（占总资产的比重）

非金融	2014-12-31	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31	2020减2019
美国：								
现金及现金等价物	7.1%	6.7%	6.4%	7.0%	5.9%	6.4%	7.8%	1.3%
存货	6.6%	6.6%	6.2%	6.4%	6.6%	6.3%	6.0%	-0.3%
应收账款及票据	7.0%	6.6%	6.6%	6.9%	7.1%	6.8%	6.2%	-0.6%
固定资产	31.3%	30.6%	30.1%	29.2%	29.2%	28.3%	27.6%	-0.7%
商誉	17.1%	18.2%	18.8%	19.4%	20.8%	20.6%	19.6%	-1.0%
应付账款及票据	6.4%	6.2%	6.4%	6.8%	6.8%	6.6%	6.3%	-0.3%
有息负债	29.8%	31.6%	32.6%	33.1%	32.4%	31.7%	32.7%	1.0%
长期借贷	26.0%	27.7%	28.4%	28.9%	28.7%	28.0%	29.8%	1.9%
负债合计	62.4%	63.8%	64.5%	63.9%	63.9%	65.1%	66.2%	1.1%
德国：								
现金及现金等价物	6.4%	6.9%	6.2%	6.1%	6.6%	5.8%	8.1%	2.3%
存货	8.5%	8.0%	8.2%	8.4%	8.1%	8.0%	8.4%	0.4%
应收账款及票据	8.9%	8.0%	7.5%	7.6%	7.4%	7.0%	6.0%	-1.0%
固定资产	31.1%	30.6%	30.6%	28.3%	27.4%	28.3%	24.9%	-3.4%
商誉	11.6%	12.1%	16.2%	18.0%	18.8%	20.1%	21.0%	0.8%
应付账款及票据	9.5%	8.8%	9.0%	9.2%	9.0%	8.4%	7.1%	-1.3%
有息负债	19.8%	20.7%	20.9%	20.7%	20.0%	21.8%	22.4%	0.7%
长期借贷	20.1%	21.2%	21.7%	21.3%	22.1%	23.7%	24.7%	0.9%
负债合计	66.3%	66.6%	66.9%	64.3%	64.3%	66.2%	67.8%	1.6%

来源：Bloomberg，中泰证券研究所

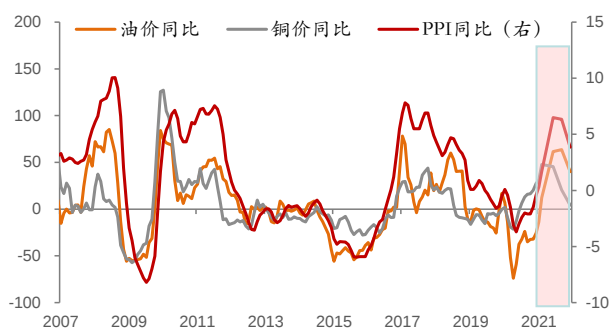
2.3 年度层面看盈利持续改善面临哪些风险

2.3.1 目前支撑企业的盈利改善的因素面临哪些风险？

从目前支撑企业盈利改善的各项因素来看，虽然下半年在“价格因素”弱化以及补库逐步进入中后期的背景下，上半年支撑企业的盈利因素面临弱化。但是在全球经济持续修复，出口韧性仍存以及非金融企业资产负债表相对健康的情况下，我们可以稍微乐观一点。

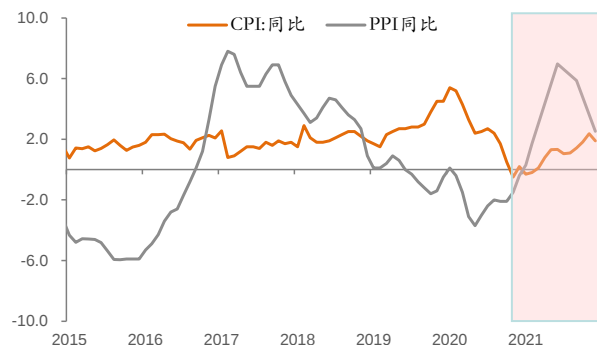
- 从通胀层面来看，上半年支撑企业盈利的“价格因素”在下半年可能有所弱化。PPI 的波动与经济增长相关性很高，经济复苏、大宗价格上行则推动 PPI 上行，参考彭博一致预期对大宗商品价格的判断，PPI 全年的中枢在 3% 左右，高点二季度，下半年通胀开始下行。从历史表现看，CPI 的波动更多是源于食品价格，尤其是猪肉价格加速上升的影响较大，而经济增长对 CPI 的影响较小。往前看，CPI 在猪价下跌中也难有通胀。

图表 21：PPI 与大宗商品价格走势关系密切 (%)



来源：Bloomberg，中泰证券研究所

图表 22：2021 年 CPI 与 PPI 预测 (%)



来源：Bloomberg，中泰证券研究所

- 从补库的节奏来看，下半年中国可能步入主动补库的尾声。虽然目前多数行业仍然处于主动补库存的阶段，并且从库存周期的领先指标 PPI 价格变化看，短期补库的行为仍能持续，但是从下半年开始我们认为国内库存周期或将步入中后阶段。静态来看，无论是 3 月工业企业产成品存货同比还是上市公司一季度的存货同比都已经恢复至最近五年历史合意的中枢；动态来看，下半年随着 PPI 的回落，补库的节奏可能面临放缓，我们知道库存周期对经济劳动最大时段往往是去库存的晚期以及补库存的早期，这也就意味着随着补库最快阶段的过去，库存波动对盈利的支撑可能面临弱化。

图表 23: 中国不同行业的库存数据增速 (%)

		2020-03	最新库存 历史分位	历史分位变 化	2021-03	2021-02	2020-12	2020-11	2020-10	2020-09
上游资源	煤炭采洗	53.7%	17.3%	-36.4%	-5.2	2.9	-0.5	-1.3	-0.3	4.6
	油气开采	22.2%	13.6%	-8.6%	-9.8	-18.5	-9.4	-22.1	-20.4	-20.7
	黑色采选	65.4%	66.0%	0.6%	19.1	19.8	17.3	14.7	9.7	9.0
	有色采选	52.5%	35.8%	-16.7%	4.1	11.9	8.9	10.4	13.1	12.1
	非金属矿采选	96.3%	88.3%	-8.0%	24.8	27.2	15.9	25.8	21.1	23.6
	木材加工等	59.9%	27.8%	-32.1%	6.9	12.7	9.2	9.5	10.6	12.0
中游原材料	纺织业	81.5%	4.3%	-77.2%	-0.3	3.0	3.9	3.3	2.6	6.4
	造纸及纸制品业	81.5%	17.3%	-64.2%	0.3	-3.0	5.5	9.2	3.4	6.4
	石油等燃料加工	63.6%	26.5%	-37.0%	3.0	-7.3	-7.1	-4.4	-1.7	-1.4
	化学原料及制品	85.2%	9.9%	-75.3%	-1.2	-3.6	2.4	1.6	1.0	3.0
	橡胶塑料制品	90.7%	77.2%	-13.6%	8.0	8.4	5.3	2.7	2.8	3.3
	非金属矿物制品	92.6%	9.3%	-83.3%	2.7	6.2	7.4	8.9	7.9	8.5
	黑色冶炼及压延	90.1%	24.1%	-66.1%	0.0	-3.0	11.4	11.8	7.5	8.6
	有色冶炼及压延	61.7%	34.0%	-27.8%	5.8	1.2	6.2	8.0	4.4	3.9
	金属制品	93.2%	36.4%	-56.8%	9.7	9.2	12.6	11.6	9.0	11.4
下游工业	通用设备	48.8%	51.9%	3.1%	10.6	13.3	10.7	9.5	10.2	9.9
	专用设备	71.0%	80.2%	9.3%	17.1	19.4	12.7	12.3	11.4	11.6
	铁路船舶航天等	54.9%	58.6%	3.7%	11.7	16.5	11.5	12.3	13.2	7.9
	电气机械	50.0%	83.3%	33.3%	20.2	21.7	8.3	7.7	7.7	8.5
	计算机通信等	21.6%	61.1%	39.5%	13.6	17.8	8.0	9.3	10.3	14.0
	仪器仪表	98.8%	69.8%	-29.0%	15.0	14.3	12.5	13.0	13.6	13.8
下游消费品	农副食品加工	63.6%	45.1%	-18.5%	8.6	6.4	3.4	4.3	2.1	2.2
	食品制造	54.3%	51.2%	-3.1%	9.9	9.8	2.7	2.0	4.0	3.9
	饮料制造	46.3%	48.8%	2.5%	9.7	8.6	3.7	2.8	1.3	1.8
	纺织服装	46.3%	5.6%	-40.7%	0.9	0.4	-0.3	0.8	0.2	1.4
	毛皮制鞋等	54.9%	24.1%	-30.9%	4.7	2.8	6.5	8.7	8.8	10.7
	家具	38.3%	39.5%	1.2%	10.0	14.7	9.4	7.9	7.3	7.7
	文娱乐	30.2%	8.0%	-22.2%	2.5	0.6	1.5	1.7	0.9	4.9
	医药	35.8%	92.6%	56.8%	20.1	21.5	17.5	14.6	14.9	15.2
	汽车	31.5%	54.3%	22.8%	13.5	14.7	11.9	10.4	12.6	12.4

来源: Wind, 中泰证券研究所

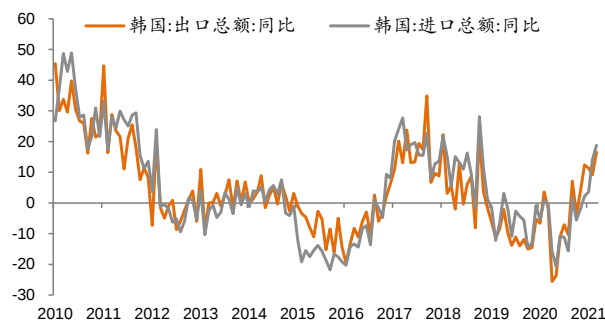
➤ 从出口反弹来看, 下半年出口增速可能面临放缓, 但仍有望保持较好的韧性。一方面, 去年下半年以来全球经济逐步复苏, 出口逻辑从“供给替代”转向“外需修复”。往前看, 随着海外疫苗接种下复工复产的有序推进, 大规模的财政刺激, 产能的持续扩张以及库存的低位修复, 全球需求有望维持强劲, 支撑我国出口数据表现。参考 WTO 对 2021 年全球出口增速的预测, 即使中国出口份额回落至去年增长的 1/2、1/3 水平, 中国出口增速也能展现出较好的韧性。另一方面, 从出口的领先指标来看, 3 月新出口订单指数从 2 月的 48.8 上升至 51.2, 也指向短期出口有望依旧亮眼。此外, 3 月韩国进出口持续大幅回升, 表明全球经济需求复苏的同时也有望后续拉动国内中间品与资本品的出口。

图表 24：2021 年出口增速预测（万亿美元）

时间	2019	2020	2021E		
全球出口总额	18.9	17.2	18.4		
全球出口同比	-2.8%	-9.2%	7.2%		
			悲观	中性	乐观
中国出口总额	2.5	2.6	2.6	2.6	2.7
中国出口份额	13.2%	15.1%	14.0%	14.2%	14.5%
中国出口同比	0.5%	3.6%	-0.4%	1.1%	3.2%

来源：WTO，中泰证券研究所

图表 25：韩国进出口同比



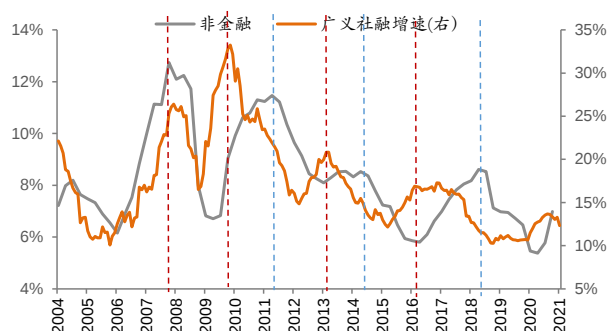
来源：WTO，中泰证券研究所

2.32 未来盈利变化又存在哪些潜在风险？

从未来企业盈利可能面临的潜在风险来看，随着国内财政、货币政策的常态化，紧信用的环境下企业盈利与产能扩张增速都可能面临着回落的压力。尽管如此，通过回顾历史上不同时间紧信用背景下 A 股的业绩变化，我们发现信用收缩对企业盈利的负面影响并不会过快的显现。此外，在目前二季度经济环比改善动能向上以及政策端不急转弯的支撑下，我们认为 2021 年 A 股的盈利韧性仍存。

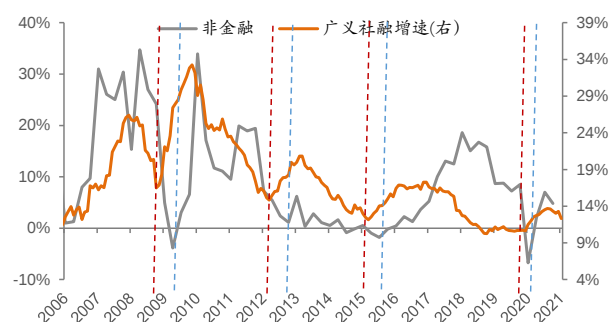
- 紧信用周期下，A 股盈利普遍面临下滑压力，从领先性来看广义社融同比领先 A 股利润增速在半年以上。随着今年国内财政、货币政策的常态化叠加地产政策趋严的环境，下半年社融增速回落的压力明显升温，我们回顾了历史上紧信用周期下不同行业的下滑幅度，从 ROE(TTM) 口径来看，回落排名前五的行业集中在有色、非银、传媒、汽车、机械。
- 紧信用周期下，A 股产能扩张的意愿可能会有所减缓，从领先性来看广义社融同比领先 A 股 Capex 增速大约 1-2 个季度左右。历史来看社融增速的变化往往是领先产能扩张的，因此，在紧信用的周期下 A 股企业的扩产意愿和能力受到一定减缓。从行业回落幅度来看，历史上产能扩张受紧信用影响明显下滑的行业集中在电子、纺织服装、传媒、商贸零售、综合金融等领域。

图表 26: 历史来看社融领先 A 股利润增速



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 27: 历史来看社融领先 A 股产能扩张增速



来源: WTO, 中泰证券研究所

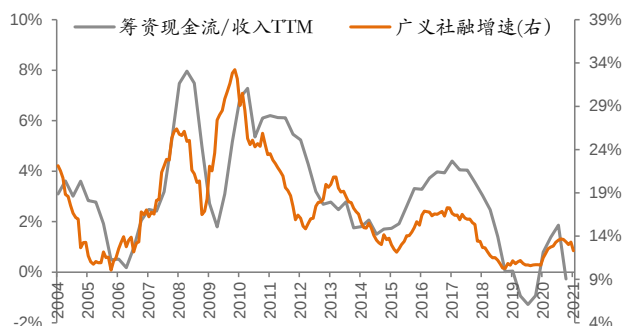
图表 28: 历史上紧信用周期不同行业业绩变化 (%)

时间	紧信用周期 平均ROE回落	2008.03~ 2008.12	2010.01~ 2012.05	2013.04~ 2015.05	2017.12~ 2018.12	紧信用周期平 均Capex回落	2008.03~ 2008.12	2010.01~ 2012.05	2013.04~ 2015.05	2017.12~ 2018.12
全A	-1.3%	-3.0%	0.0%	-1.2%	-0.9%	-3.2%	8.9%	-25.3%	-2.3%	5.9%
非金融	-1.7%	-4.1%	-0.8%	-1.1%	-0.9%	-4.4%	8.9%	-28.5%	-1.3%	3.3%
有色金属	-4.2%	-11.6%	0.6%	-2.2%	-3.6%	0.9%	1.1%	14.2%	2.0%	-13.8%
非银行金融	-3.3%	-11.5%	-6.7%	7.1%	-2.1%	-11.4%	19.0%	-53.8%	-4.7%	-6.0%
传媒	-2.9%	-3.0%	1.8%	-0.8%	-9.8%	-31.8%	-12.0%	-70.5%	-27.1%	-17.6%
汽车	-2.7%	-6.0%	-3.5%	1.0%	-2.5%	2.2%	-15.6%	-29.5%	41.7%	12.3%
机械	-2.4%	-4.2%	-0.8%	-2.5%	-2.1%	7.0%	-18.0%	-16.1%	42.2%	19.9%
钢铁	-2.3%	-8.1%	-3.8%	0.5%	2.1%	6.6%	-7.7%	21.2%	-8.2%	21.2%
石油石化	-2.3%	-3.6%	-2.4%	-4.9%	1.9%	6.2%	41.1%	-19.4%	-13.3%	16.5%
交通运输	-2.1%	-8.8%	-1.3%	3.4%	-1.8%	-20.8%	-8.8%	-61.9%	-21.1%	8.4%
电力及公用事业	-2.1%	-8.3%	-0.1%	0.3%	-0.3%	-4.0%	-27.6%	2.0%	9.5%	0.1%
电力设备及新能源	-1.9%	-4.6%	-3.9%	3.5%	-2.6%	-10.7%	-15.1%	-43.3%	32.3%	-16.6%
基础化工	-1.7%	-8.2%	0.5%	-0.5%	1.5%	-19.5%	-8.1%	-40.2%	-20.1%	-9.5%
轻工制造	-1.6%	-2.8%	-3.3%	1.1%	-1.5%	-13.5%	36.9%	-68.1%	-5.0%	-18.0%
商贸零售	-1.5%	-2.9%	-0.1%	-1.9%	-1.2%	-25.2%	-61.1%	-28.1%	-11.0%	-0.5%
综合金融	-1.4%	-9.0%	4.6%	-2.0%	0.8%	-23.6%	90.6%	-42.3%	-8.1%	-134.6%
计算机	-1.1%	-1.7%	-0.2%	1.0%	-3.6%	-4.0%	-54.3%	-10.3%	28.6%	20.2%
房地产	-1.1%	-1.2%	-0.5%	-2.8%	0.1%	-18.3%	14.2%	-52.8%	-33.9%	-0.8%
医药	-1.0%	1.0%	-3.4%	-0.3%	-1.4%	0.1%	21.0%	-22.7%	-8.0%	10.3%
消费者服务	-0.8%	-3.5%	2.5%	-1.4%	-0.9%	-9.1%	-47.9%	17.1%	-29.2%	23.5%
煤炭	-0.7%	3.4%	1.1%	-7.3%	-0.1%	-15.6%	23.9%	-54.7%	-46.5%	15.0%
农林牧渔	-0.7%	-4.5%	2.4%	2.1%	-2.7%	-15.7%	-29.9%	-18.0%	9.5%	-24.3%
食品饮料	-0.5%	-2.5%	5.2%	-6.7%	1.8%	-21.7%	-40.2%	-40.7%	-23.3%	17.5%
电子	-0.5%	-5.2%	5.8%	1.1%	-3.5%	-58.5%	-55.2%	-186.2%	24.9%	-17.6%
银行	-0.3%	0.8%	2.0%	-3.5%	-0.6%	11.8%	-12.5%	50.1%	-20.3%	30.1%
建筑	-0.3%	-0.6%	0.3%	-0.2%	-0.8%	-18.0%	-26.8%	-29.7%	10.6%	-25.9%
纺织服装	-0.1%	-1.0%	0.5%	1.9%	-1.7%	-36.8%	-70.4%	-25.2%	-23.4%	-28.3%
国防军工	0.0%	2.8%	-1.0%	-1.2%	-0.4%	5.5%	31.5%	-1.4%	-7.1%	-0.9%
家电	0.3%	1.9%	1.1%	1.8%	-3.6%	-7.7%	-8.8%	-63.4%	23.7%	17.8%
建材	0.4%	-3.0%	-0.4%	0.8%	4.2%	-17.5%	-50.9%	-66.7%	3.9%	43.7%

来源: Wind, 中泰证券研究所

- 紧信用周期下，A 股筹资现金流可能面临下滑压力。历史来看社融增速的变化往往是同步于上市公司现金流波动的，这也就意味着下半年随着信用收缩的压力上升，企业现金流的稳健性会成为我们一

个重点考察的方向。从我们对历次紧信用环境下不同行业的现金流变化来看，房地产、国防军工、煤炭行业可能会受到的冲击最为明显。

图表 29：历史来看社融与企业筹资现金流变化


来源：WIND，中泰证券研究所

图表 30：历史来看社融领先 A 股产能扩张增速


来源：WTO，中泰证券研究所

图表 31：历史上紧信用周期不同行业现金流变化（%）

	紧信用周期平均 筹资现金流回落	2008.03~ 2008.12	2010.01~ 2012.05	2013.04~ 2015.05	2017.12~ 2018.12	紧信用周期平均 现金净流回落	2008.03~ 2008.12	2010.01~ 2012.05	2013.04~ 2015.05	2017.12~ 2018.12
全A	-0.5%	-4.5%	-1.2%	7.1%	-3.4%	7.8%	1.1%	7.8%	19.0%	3.4%
非金融	-2.3%	-2.5%	-2.6%	-0.6%	-3.5%	-1.9%	-3.1%	-3.8%	0.5%	-1.3%
房地产	-16.7%	-22.7%	-22.7%	-3.2%	-18.3%	-10.8%	-16.0%	-18.9%	-4.1%	-4.2%
国防军工	-11.1%	-12.6%	-15.0%	-6.9%	-9.9%	-11.0%	-10.1%	-23.2%	-0.5%	-10.3%
通信	-6.9%	-17.5%	-8.0%	-2.2%	0.0%	-0.2%	-2.1%	-1.7%	2.8%	0.2%
煤炭	-6.2%	-20.2%	-3.9%	-0.4%	-0.5%	-6.3%	-15.6%	-6.4%	2.4%	-5.5%
纺织服装	-5.8%	-15.6%	-0.8%	4.6%	-11.2%	0.2%	-4.1%	0.2%	5.5%	-0.6%
农林牧渔	-5.4%	-3.2%	-9.7%	-2.9%	-5.7%	-2.9%	-5.7%	-4.4%	0.1%	-1.8%
电子	-5.1%	-1.9%	-13.7%	1.2%	-5.9%	-5.2%	-1.6%	-15.8%	-0.4%	-2.9%
建材	-4.8%	4.2%	-17.1%	-3.0%	-3.2%	-2.4%	-0.5%	-6.4%	-0.3%	-2.4%
交通运输	-4.0%	-1.3%	-8.7%	-4.7%	-1.1%	-1.7%	-4.1%	-3.5%	2.3%	-1.5%
消费者服务	-3.5%	-3.3%	-8.3%	5.2%	-7.7%	-6.3%	-4.8%	-13.7%	1.3%	-8.1%
基础化工	-2.9%	-2.2%	-0.5%	-2.9%	-6.1%	-0.4%	-1.9%	-0.7%	4.0%	-3.0%
轻工制造	-2.7%	-2.2%	-1.3%	4.1%	-11.4%	-0.5%	0.1%	-1.9%	4.5%	-4.5%
钢铁	-2.6%	-5.5%	-2.7%	0.1%	-2.0%	-0.4%	-3.4%	0.3%	1.6%	-0.2%
电力及公用事业	-1.9%	4.5%	-7.0%	1.2%	-6.1%	-0.7%	-2.5%	0.0%	1.5%	-1.8%
有色金属	-1.8%	0.0%	-0.3%	-3.8%	-2.9%	-0.2%	-0.1%	1.8%	-0.3%	-2.3%
汽车	-1.2%	-2.4%	1.6%	0.1%	-4.2%	-3.4%	-4.7%	-4.3%	-0.8%	-4.0%
医药	-1.1%	1.4%	-2.9%	2.2%	-5.0%	-1.8%	1.8%	-9.7%	2.6%	-1.9%
计算机	-0.9%	-1.0%	-3.4%	6.9%	-6.0%	-2.5%	-1.2%	-13.9%	4.6%	0.6%
家电	-0.5%	0.0%	1.8%	1.9%	-5.8%	1.1%	-0.2%	0.3%	1.2%	3.3%
石油石化	-0.5%	0.5%	0.0%	-2.7%	0.3%	-1.9%	-3.2%	-2.7%	-0.7%	-0.9%
建筑	-0.4%	0.9%	-1.8%	-2.4%	1.7%	-0.3%	0.4%	-3.0%	-1.0%	2.5%
商贸零售	-0.4%	-1.2%	-2.6%	1.3%	1.1%	-1.0%	-0.4%	-5.0%	-0.2%	1.5%
机械	-0.4%	-1.3%	-0.4%	2.8%	-2.5%	-3.6%	-2.8%	-7.3%	-0.7%	-3.6%
综合	0.0%	2.7%	2.9%	0.1%	-5.7%	-3.4%	-9.2%	-4.2%	0.2%	-0.5%
电力设备及新能源	0.0%	-4.1%	2.8%	8.8%	-7.4%	-0.5%	1.3%	-9.6%	7.2%	-1.0%
食品饮料	0.5%	1.5%	0.1%	3.6%	-3.5%	-0.4%	3.3%	-4.8%	1.1%	-1.2%
传媒	0.7%	-3.5%	0.0%	16.2%	-10.0%	-3.6%	-6.8%	-12.5%	9.1%	-4.5%

来源：Wind，中泰证券研究所

三、哪些行业盈利有望持续改善？

3.1 竞争格局持续改善的行业

我们用行业前 30% 以及行业后 30% 历史分位的 ROE (TTM) 中位数之差来衡量行业格局的变化，数据显示，近年来龙头与底层盈利差额持续扩大的行业主要集中在食品饮料、医药、电子、轻工等行业。

图表 32：竞争格局持续改善的子行业一览（%）

	(前30%-后30%) ROE (TTM)						
	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31	2021-03-31
酒类	12.2	13.7	15.9	20.0	22.8	18.8	20.4
文娱轻工	16.6	14.0	3.5	5.1	6.4	21.0	20.1
互联网媒体	2.4	1.9	6.9	7.6	2.4	14.7	14.2
装饰材料	10.7	14.6	11.6	11.6	10.6	16.2	12.2
畜牧业	15.2	10.1	12.0	6.8	16.6	12.1	11.1
生物医药	8.3	3.9	7.0	10.0	9.6	11.5	10.7
食品	15.1	15.4	14.4	16.1	13.5	11.5	10.6
房地产开发和运营	6.3	6.4	8.7	9.1	9.8	10.9	10.2
造纸	7.0	7.4	9.7	11.3	9.4	8.8	10.1
消费电子	13.0	12.5	8.5	12.7	6.4	6.3	7.8
纺织制造	7.3	6.1	8.1	9.3	6.4	2.3	7.8
家居	21.1	16.6	7.9	13.3	8.3	6.5	7.5
摩托车及其他	14.7	17.5	4.1	3.9	8.9	4.2	7.5
计算机设备	16.9	8.3	6.5	12.9	6.0	5.7	7.2
包装印刷	11.6	8.7	6.9	2.7	8.0	5.8	7.2
元器件	15.2	16.2	14.3	11.5	10.6	5.6	6.8
石油化工	10.4	18.4	18.2	12.1	11.6	9.0	6.6
通信设备制造	15.2	11.8	4.8	6.8	7.0	6.2	6.5
塑料及制品	8.0	8.3	1.3	2.8	6.6	6.9	6.4
化学制药	12.0	9.8	2.9	5.9	7.4	6.1	6.1
计算机软件	8.5	6.7	5.2	5.9	5.2	4.0	5.8
电源设备	12.0	5.4	4.8	7.2	9.2	4.9	5.4
环保及公用事业	6.6	7.8	7.3	5.8	7.1	6.8	5.4
电气设备	8.6	9.1	6.6	5.9	7.1	6.1	5.4
发电及电网	4.2	4.9	4.0	4.3	3.3	4.6	5.0
汽车零部件	8.0	9.6	8.1	6.5	9.9	4.8	4.9
半导体	8.4	6.5	4.9	7.0	9.0	4.4	4.9
光学光电	7.0	13.4	16.8	14.2	10.7	2.2	3.8

来源：Wind，中泰证券研究所

3.2 资产负债表修复突出的行业

我们用行业有息负债率下降超过 5% 的比重减去行业有息负债率上升 5% 的比例的差额来衡量行业资产负债表的修复情况，并筛选出 2020 年年报以及 2021 年一季报均有所改善的细分行业。数据显示，这类行业主要集中在中游制造领域，造纸、包装印刷、电源设备、通用设备、航空

航天等。

图表 33: 资产负债表的修复突出的子行业一览 (%)

	有息负债率下降超过5%的比例		有息负债率上升超过5%的比例		差额	
	2020/12/31	2021/3/31	2020/12/31	2021/3/31	2020/12/31	2021/3/31
造纸	5%	5%	0%	0%	5%	5%
包装印刷	7%	5%	5%	0%	2%	5%
通用设备	4%	4%	3%	4%	1%	1%
电源设备	8%	7%	4%	3%	4%	4%
航空航天	13%	5%	5%	0%	8%	5%
生物医药	4%	4%	0%	2%	4%	2%
酒类	8%	3%	3%	0%	6%	3%
房地产开发和运营	13%	3%	8%	1%	5%	2%

来源: Wind, 中泰证券研究所

3.3 现金流质量持续改善的行业

考虑到下半年信用紧缩环境下, 现金流质量重要性会愈发突出。此处, 我们用行业经营活动现金流占收入的比重以及现金流净额占收入的比重两种口径来估算现金流质量的变化, 并筛选出两种口径下一季度普遍改善的行业。数据显示, 这类行业主要集中在食品饮料类的酒, 高端制造中的工程机械、消费电子、兵器兵装; 资源类的贵金属、石油化工等。

图表 34: 现金流质量持续改善的子行业一览 (%)

	经营现金流占收入 (TTM)			现金流净额占收入比重 (TTM)		
	2019-12-31	2020-12-31	2021-03-31	2019-12-31	2020-12-31	2021-03-31
酒类	32.7%	25.9%	26.4%	16.8%	9.2%	9.7%
兵器兵装	19.6%	12.0%	12.5%	17.6%	7.4%	7.4%
工程机械	11.0%	7.6%	8.0%	0.9%	1.9%	3.3%
贵金属	6.9%	7.5%	7.6%	-1.0%	2.1%	2.6%
消费电子	10.1%	6.8%	7.3%	3.1%	2.4%	2.5%
石油化工	5.4%	6.3%	6.5%	-1.4%	0.6%	1.6%
建筑装饰	4.1%	5.0%	5.1%	2.1%	2.4%	3.0%

来源: Wind, 中泰证券研究所

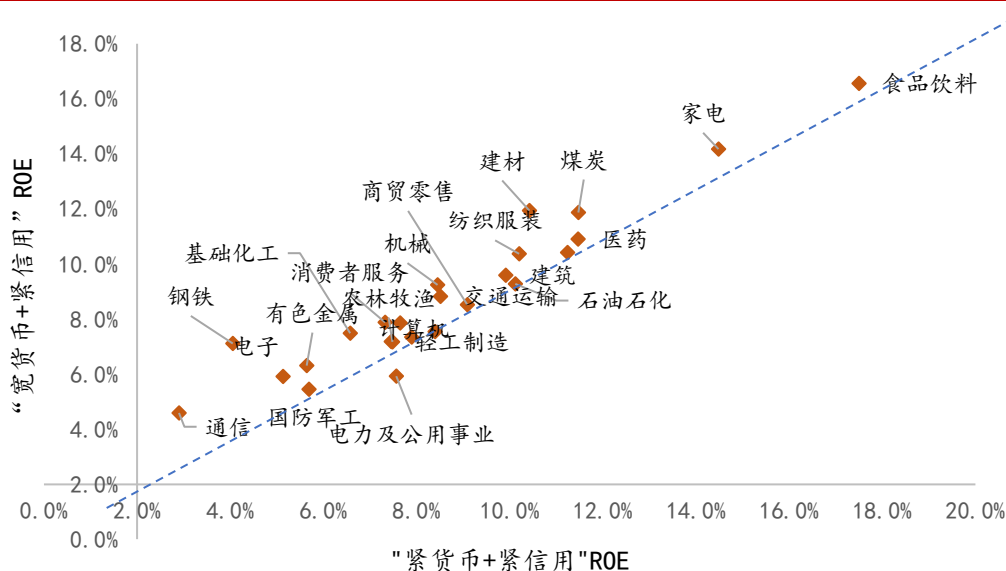
3.4 下一个潜在环境下盈利有望维持韧性的行业

下半年随着社融增速回落预期的升温, 在信用压缩的背景下, 下一个潜在的环境究竟是“宽货币+紧信用”还是“紧货币+紧信用”? 行业的盈利又会发生怎样的变化? 为此, 我们梳理了历史上 A 股在不同周期下的

行业 ROE 表现。

数据显示，多数行业在“宽货币+紧信用”的 ROE 要好于“紧货币+紧信用”时期的业绩情况。值得关注的是即使出现了较为悲观的“紧货币+紧信用”的环境，电力及公用事业、石油石化、国防军工在历史的表现中 ROE（TTM）也并没有较货币宽松周期出现明显下滑，展示出较好的业绩韧性。

图表 35：不同货币信用环境下行业盈利表现（%）



来源：Wind，中泰证券研究所

风险提示：

经济增速不及预期风险。宏观经济大幅低于预期导致人民币汇率持续贬值，外资流入速度下降甚至出现流出现象，政策收紧降低市场风险偏好。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。